

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Noviembre 8 de 2016

## Tasa de emisión vs. tasa de mercado: El caso de los TES

Por cuenta de la complacencia de los capitales *offshore* con mercados emergentes que aún rentan bien (como Colombia), el mercado de TES ha venido experimentando descensos en las tasas del *benchmark* a diez años hacia niveles del 7% (vs. los picos del 9% de inicios de año). Esto a pesar de los consabidos faltantes fiscales del gobierno y el desanclaje de las expectativas de inflación (ubicándose en niveles del 6% al cierre de 2016 y del 4% o 5% si se descuenta el impacto del IVA en 2017).

Dicha complacencia en el mercado de TES ha implicado que la participación del *offshore* ha llegado ya a niveles del 23% del mercado, prácticamente tomándose la parte larga de la curva (10-15 años), mientras que los inversionistas institucionales-locales se han refugiado en la parte corta (1-5 años), ver *Comentario Económico del Día* 1° de noviembre de 2016.

¿De qué magnitud son entonces los potenciales ahorros fiscales provenientes de estas valorizaciones temporales de los TES? Para evaluar su verdadera magnitud es importante tener en mente los siguientes considerandos: i) la mayoría de TES están denominados en Tasa Fija (70% del total), lo cual implica que la tasa de interés relevante en lo relacionado con su “costo fiscal” es su tasa de emisión (la cual solo se ve afectada por el mercado secun-

dario en las “nuevas emisiones”); y ii) es clave tener en cuenta el impacto negativo de la inflación sobre los TES-UVR (el 30% restante), especialmente gravoso durante 2015-2016.

El cuadro adjunto ilustra cómo la emisión de los TES tasa-fija ha promediado valores cercanos al 7.6% en lo corrido del año a septiembre (superando el 7% observado en 2015). Ello ha sido el resultado de: i) las tensiones macro-financieras de inicios del año, donde la tasa del *benchmark* bordeó niveles del 9%; y ii) la posterior convergencia hacia los actuales niveles del 7% en dicha tasa, en línea con la postergación en las alzas del Fed y las mayores inyecciones de liquidez del BCE y los Bancos Centrales de Japón (BoJ) e Inglaterra (BoE). Nótese cómo lo anterior implica que el gobierno solo se beneficiaría de esas menores tasas a nivel marginal, en lo correspondiente a las nuevas emisiones que se ubiquen por debajo del 7% de 2015.

Allí también se observa cómo las tasas de emisión de los TES-UVR han repuntado hacia niveles cercanos al 12% anual durante lo corrido de 2016 (por encima del 8.3% del promedio de 2015), dadas las presiones inflacionarias mencionadas. Todo lo anterior ha implicado gravosos aumentos en la tasa de financiamiento público, donde la tasa ponderada

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

(tasa fija y UVR) se ha elevado al 9.2% en lo corrido de 2016, sustancialmente más costosa para el fisco que el 7.4% de 2015 (o respecto de los mínimos de 6.5% de 2014, cuando ocurrió el “salto” en la participación de la deuda colombiana dentro del índice GBI de JP Morgan).

A su vez, ello corrobora lo que ha venido ocurriendo con la tasa de interés implícita de los cierres fiscales del Gobierno-Central (pago de intereses/*stock* de deuda pública), la cual ha pasado del 5.9% en 2014 al 6.1% en 2015, y llegaría a niveles cercanos al 7.2% según el más reciente Marco Fiscal de Mediano Plazo (aunque allí también se incluyen los mayores intereses de la deuda externa por la devaluación cambiaria).

Prospectivamente, la trayectoria de la tasa de los TES estará debatiéndose entre fuerzas encontradas. Los potenciales alivios provendrían del eventual viraje hacia una política monetaria más laxa por parte del Banco de la República, pudiéndose observar niveles del 5.5% en la tasa repo al cierre de 2017 (-225pbs respecto de sus niveles actuales), en la medida en que se abra espacio por convergencia de la inflación y mayor desaceleración económica.

Por el contrario, las presiones al alza estarían en cabeza de: i) los incrementos en la tasa del Fed durante finales de 2016-2017 (+75pbs durante dicho período), aunque su impacto sobre los mercados luce moderado dada la persistencia en las inyecciones de liquidez del BCE, el BoJ y el BoE (según lo comentado); y ii) los potenciales deméritos de la Reforma Tributaria en su trámite por el Congreso, donde resultará crucial preservar la columna vertebral del incremento del IVA, el cual estará proveyendo la mayoría de recaudos adicionales de la reforma, ver *Informe Semanal* No. 1339 de octubre de 2016.

De lograrse tramitar dicha Reforma Tributaria Estructural sin mayor demérito, Colombia probablemente lograría mantener su actual calificación crediticia (2 escalones por encima del Grado de Inversión), siendo ello consistente con niveles de tasas de interés de los TES rondando sus valores actuales del 7%. Sin embargo, de verse diluido en el Congreso el efecto de recaudo de la Reforma, habría un 70% de probabilidad de la pérdida de un escalón en la calificación crediticia de Colombia durante 2017. Bajo un escenario de este tipo, las tasas de los TES-*benchmark* podrían repuntar hacia el rango 7.5%-8%.

<b>Tasa de emisión de los TES (promedio anual, %)</b>			
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016*</b>
Tasa fija (70% del total)	6.6	7.0	7.6
UVR (30% del total)	6.5	8.3	12.0
<b>Tasa total (promedio ponderado)</b>	<b>6.5</b>	<b>7.4</b>	<b>9.2</b>
<i>Memo:</i>			
<b>Tasa efectiva inferida (Intereses/<i>stock</i> de deuda)</b>	<b>5.9</b>	<b>6.1</b>	<b>7.2</b>

\*Año corrido a septiembre de 2016.  
Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.